

SCHÄFFER
POESCHEL

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Abbildungsverzeichnis	XV
Tabellenverzeichnis.....	XVII
Variablenverzeichnis	XX
Kapitel 1: Kapitalkosten und Tax Shields bei ausfallgefährdetem Fremdkapital	1
1.1 Einleitung.....	1
1.2 Kapitalkosten.....	2
1.2.1 Der Kapitalkostenbegriff	2
1.2.2 Kapitalkosten und persönliche Steuern	5
1.3 Tax Shields	7
1.3.1 Tax Shields in einem einfachen Steuersystem.....	7
1.3.2 Das Tax Shield im deutschen Steuersystem	9
1.3.2.1 Personengesellschaften	9
1.3.2.2 Kapitalgesellschaften	9
1.3.3 Die Behandlung des Tax Shields im WACC-Verfahren bei Kursgewinnbesteuerung.....	11
1.4 Ausfallgefährdetes Fremdkapital	12
1.4.1 Fremdkapitalkosten und Nominalzinsen bei ausfallgefährdetem Fremdkapital.....	12
1.4.2 Ausfallgefährdetes Fremdkapital und Steuern.....	15
1.5 Die Kapitalkosten von Unternehmen mit ausfallgefährdetem Fremdkapital	16
1.5.1 Allgemeine Formeln für die Kapitalkosten.....	16
1.5.1.1 Ableitung der Formeln.....	16
1.5.1.2 Ermittlung der Eigenkapitalkosten der rein eigenfinan- zierten und der verschuldeten Unternehmung.....	20
1.5.2 Kapitalkosten bei speziellen Finanzierungspolitiken im deutschen Steuersystem.....	23
1.5.2.1 Die Bewertung des Cashflows der Tax Shields über eine einzelne Periode	23
1.5.2.2 Autonome Finanzierung	31
1.5.2.3 Atmende Finanzierung	38
1.6 Anwendung.....	43
1.7 Die Bewertung der Unternehmung Deep Value	45
1.7.1 Grundlegende Daten	45
1.7.2 Deep Value AG.....	48
1.7.2.1 Unternehmensplanung	48
1.7.2.2 Autonome Finanzierung	52
1.7.2.3 Atmende Finanzierung	56

1.7.3	Deep Value oHG.....	59
1.7.3.1	Unternehmensplanung	59
1.7.3.2	Autonome Finanzierung	61
1.7.3.3	Atmende Finanzierung	64
1.8	Fazit.....	67
1.9	Anhang	69
1.10	Literaturverzeichnis	73
2	Kapitel 2: Die Bewertung von steuerlichen Verlustvorträgen und Tax Shields bei Existenz einer Zinsschranke	77
2.1	Die Bedeutung von Verlustvorträgen	77
2.2	Steuerrechtliche Regelungen zu Verlustvorträgen und Zinsschranke in Deutschland	78
2.2.1	Verlustvorträge.....	78
2.2.1.1	Verlustvortragsverrechnung.....	78
2.2.1.2	Übertragbarkeit von Verlustvorträgen	79
2.2.2	Zinsschranke	80
2.3	Verlustvorträge und Kapitalkosten.....	81
2.4	Finanzierungspolitik, Zinsschranke, Ausschüttungssperren und Verlustvorträge.....	84
2.4.1	Finanzierungspolitik und Verlustvorträge.....	84
2.4.2	Zinsschranke und Verlustvorträge	85
2.4.3	Ausschüttungssperren und Verlustvorträge	85
2.5	Bewertung von Verlustvorträgen	86
2.5.1	Integrierte Bewertung von Verlustvorträgen	86
2.5.2	Heuristiken und deren Eignung zur isolierten Verlustvortragsbewertung	87
2.5.3	Isolierte Bewertung von Verlustvorträgen auf arbitragefreien Märkten.....	89
2.6	Die Bewertung von Tax Shields	95
2.6.1	Bewertung von Tax Shields ohne Zinsschranke	95
2.6.2	Berücksichtigung einer Zinsschranke bei der Bewertung des Tax Shields	97
2.7	Anwendung der Überlegungen im deutschen Steuersystem.....	100
2.7.1	Ausgangspunkt	100
2.7.2	Bewertung des Tax Shields im deutschen Steuersystem	101
2.7.3	Bewertung eines Verlustvortrags im deutschen Steuersystem	103
2.8	Bewertung von Verlustvorträgen und des Tax Shields bei der Deep Value AG	104
2.8.1	Ausgangsdaten.....	104
2.8.2	Bewertung des Tax Shields der Deep Value AG.....	106
2.8.3	Bewertung des Verlustvortrags der Deep Value AG	109
2.9	Literaturverzeichnis	111

Kapitel 3: Die Diskontierung von erwarteten niedrigen, negativen sowie Null-Zahlungsströmen im Kapitalmarktkontext	115
3.1 Einleitung.....	115
3.2 Literaturüberblick	116
3.3 Grundlagen der Diskontierung von Zahlungsströmen unter Unsicherheit	117
3.3.1 Annahmen.....	117
3.3.2 Roll-Back-Methode der Diskontierung.....	118
3.3.3 Risikozuschlags- vs. Sicherheitsäquivalentmethode	118
3.3.4 Kapitalmarktorientierte Bewertung.....	119
3.4 Risikoprofil eines Krisenunternehmens im Vergleich zu einem gesunden Unternehmen.....	120
3.4.1 Modell des Unternehmens	120
3.4.2 Krisengründe: Geringe Umsätze	122
3.4.3 Krisengründe: Hohe Fixkosten	123
3.4.4 Andere Krisengründe.....	125
3.4.5 Der Korrelationskoeffizient $\rho\left(\widetilde{CF}_1^j + \widetilde{V}_1^j; \widetilde{r}^M\right)$	125
3.4.6 Die Kovarianz $Cov\left(\widetilde{CF}_1^j + \widetilde{V}_1^j; \widetilde{r}^M\right)$	125
3.5 Die Interaktion von Kovarianz der Renditen und Kovarianz von Cashflow und Markttrendite	126
3.5.1 Formale Ableitung der Verbindung zwischen $Cov\left(\widetilde{r}^j; \widetilde{r}^M\right)$ und $Cov\left(\widetilde{CF}_1^j + \widetilde{V}_1^j; \widetilde{r}^M\right)$	126
3.5.2 Welches Risikoprofil impliziert ein einheitlicher Betafaktor für Krisenunternehmen und gesunde Unternehmen?	127
3.5.3 Wie unterscheidet sich der Betafaktor für gesunde Unternehmen und Krisenunternehmen bei annahmegemäß identischem fundamentalem Risikoprofil?.....	129
3.5.4 Ökonomische Erklärung für das beschriebene Verhalten von Betafaktoren.....	131
3.6 Implikationen für die Bewertung von Krisenunternehmen: Die Deep Value AG.....	135
3.6.1 Entscheidungsbaum: Wie sollten barwertbasierte Bewertungen von Krisenunternehmen auf Basis des CAPM erfolgen?	135
3.6.2 Deep Value AG: Long- und Short-Position in einer Aktie	136
3.6.3 Deep Value AG: Temporär negative Zahlungsströme.....	138
3.6.4 Deep Value AG: Nachhaltig negative Zahlungsströme	142
3.7 Ein kurzer Hinweis zu Outperformer-Unternehmen.....	143
3.8 Fazit.....	144
3.9 Literaturverzeichnis	144

Kapitel 4: Rechnungslegungsbasierte Unternehmensbewertung

Teil 1: Barwertbasierte Verfahren	147
4.1 Einleitung.....	147
4.2 Was verstehen wir unter Rechnungslegung im Sinne dieses Beitrags?.....	148
4.3 Verbindung zwischen zahlungsstromorientierter und rechnungslegungs- basierter Unternehmensbewertung.....	148
4.3.1 Theoretische Grundlagen.....	148
4.3.2 Die zentralen Annahmen auf dem Praxis-Prüfstand.....	150
4.3.2.1 Transversalität.....	150
4.3.2.2 Clean Surplus Accounting.....	150
4.3.2.3 Betrachtung der Totalperiode.....	151
4.4 Analytischer Wert von Rechnungslegungsinformationen.....	151
4.4.1 Glättung der Performancegröße.....	152
4.4.2 Vorwegnahme zukünftiger Zahlungsstrombestandteile.....	153
4.4.3 Empirische Erkenntnisse.....	154
4.5 Terminal-Value-Modelle.....	155
4.5.1 Terminal-Value-Modelle vs. Totalperioden-Modelle.....	155
4.5.2 Grundsatz der ökonomischen Betrachtung: Renditeorientierung.....	156
4.5.3 Eigenschaften von rechnungslegungsbasierten Terminal- Value-Modellen.....	157
4.5.3.1 Rückkehr zum neoklassischen Verständnis von Rechnungslegung.....	157
4.5.3.2 Verzögerte Anpassung von Abschreibungen und Buchwert	158
4.5.4 Ausführliche Herleitung des Werttreibermodells.....	159
4.5.4.1 Das rein zahlungsstromorientierte Benchmark-Modell.....	159
4.5.4.2 Das Werttreibermodell.....	160
4.5.5 Bewertungsfehler des Werttreibermodells.....	165
4.5.5.1 Vorgehen der Untersuchung.....	165
4.5.5.2 Zeitlich veränderliche Inflationsraten.....	165
4.5.5.3 Zeitlich schwankende Investitionstätigkeit.....	167
4.5.5.4 Unterschiedliche Abschreibungsmethoden.....	168
4.5.6 Herstellung eines eingeschwungenen Zustands.....	170
4.5.7 Buchrenditen vs. Ökonomische Renditen.....	171
4.5.8 Der Umgang des Werttreibermodells mit Vermögensgegenständen mit unendlicher Laufzeit.....	172
4.5.8.1 Existenz von Vermögensgegenständen mit und ohne ex ante unendlicher Laufzeit nebeneinander.....	173
4.5.8.2 Ausschließlich Vermögensgegenstände mit ex ante unendlicher Laufzeit.....	173
4.6 Rechnungslegungsgrößen als Bemessungsgrundlage von Unternehmen- steuern im Terminal Value.....	174
4.6.1 Das betrachtete Steuersystem.....	174
4.6.2 Einschwingen der steuerlichen Bemessungsgrundlage.....	174

4.6.3	Sachgerechte Abbildung der unterschiedlichen Phasen von Zahlungsstrom und steuerlicher Bemessungsgrundlage.....	176
4.7	Bewertungspraxis: Der Terminal Value	177
4.7.1	Deep Value AG: Ermittlung von (Ersatz-)Investitionen.....	177
4.7.2	Deep Value AG: Allgemein: Werttreibermodell vs. zahlungsstromorientiertes Benchmark-Modell	179
4.7.3	Deep Value AG: Vermögensgegenstände mit unendlicher Laufzeit ...	184
4.8	Fazit.....	187
4.9	Literaturverzeichnis	188

Kapitel 5: Rechnungslegungsbasierte Unternehmensbewertung

	Teil 2: Value Based Management und Wertbeitragsrechnung.....	191
5.1	Einleitung.....	191
5.2	Einfaches Modell des Value Based Management und Renditeechtes Rechnungslegungssystem	192
5.2.1	Unternehmens- vs. Projektbetrachtung	192
5.2.2	Theorie der Wertbeitragsrechnung als Projektbetrachtung.....	193
5.2.3	Renditeechtes Rechnungslegungssystem	194
5.3	Grundsätzliche Anforderungen an ein Renditeechtes Rechnungssystem.....	195
5.3.1	Einordnung in das entsprechende Rechnungswerk.....	195
5.3.1.1	Einzahlungen ohne verbundene Auszahlungen oder mit gleichzeitig verbundenen Auszahlungen.....	196
5.3.1.2	Auszahlungen ohne verbundene Einzahlungen oder mit gleichzeitig verbundenen Einzahlungen	196
5.3.1.3	Einzahlungen mit mehrperiodigen verbundenen Auszahlungen	196
5.3.1.4	Auszahlungen mit mehrperiodigen verbundenen Einzahlungen	197
5.3.1.5	Positive-Feedback-Einzahlungen und -Auszahlungen.....	197
5.3.1.6	Veränderung der (erwarteten) Zahlungsströme während der Periode	197
5.3.1.7	Aktivitätentrennung	198
5.3.1.8	Ein- und Auszahlungen mit Risikowirkungen.....	198
5.3.2	Bewertungsfragen in der Bilanz.....	199
5.3.2.1	Erstbewertung.....	199
5.3.2.2	Folgebewertung.....	199
5.3.2.3	Repetitive Projekte.....	204
5.4	Real existierende Rechnungslegungssysteme vs. Renditeechtes Rechnungssystem	208
5.4.1	Grundsätzliches zum Systemvergleich	208
5.4.2	Organische Unternehmensentwicklung.....	208
5.4.2.1	Auszahlungen für Marketing.....	208
5.4.2.2	Auszahlungen für Beratung durch Dritte.....	209

5.4.2.3	Auszahlungen für Forschung und Entwicklung.....	210
5.4.2.4	Auszahlungen für Personal	210
5.4.2.5	Folgebewertung von Vermögenswerten	211
5.4.2.6	Leasing	212
5.4.2.7	Langfristige Fertigungsaufträge.....	212
5.4.2.8	Finanzverbindlichkeiten	214
5.4.2.9	Nichtfinanzielle Verbindlichkeiten	215
5.4.3	Besonderheiten im Rahmen von anorganischen Geschäftsvorfällen .	220
5.4.3.1	Initiale Einzahlungs- und Auszahlungserfassung	220
5.4.3.2	Nachfolgende Auszahlungserfassung.....	221
5.4.4	Exkurs: Auszahlungen für Marketing und ihre Übersetzung in Marken.....	225
5.4.5	Fair Value Accounting, Niederstwertprinzip und Goodwill Impairments	226
5.4.6	Beurteilung von Managementleistungen	229
5.4.6.1	Zeitliche Kausalität.....	229
5.4.6.2	Sachliche Kausalität.....	229
5.5	Kritische Würdigung des Renditeechten Rechnungslegungssystems.....	231
5.6	Ansätze für Entwicklungsmöglichkeiten	232
5.6.1	Grundsätzliches Spannungsfeld eines entscheidungsorientierten Reportings	232
5.6.2	Herkömmliche Wertbeitragsmesssysteme.....	232
5.6.3	Weiterentwicklungen des Wertbeitragsmesssystems	233
5.7	Fazit.....	234
5.8	Literaturverzeichnis	234
Kapitel 6: Die Berücksichtigung unsicherer Inflationsraten		237
6.1	Zur Bedeutung unsicherer Inflation.....	237
6.2	Unsichere Inflationsraten bei der Diskontierung erwarteter Zahlungsströme	238
6.2.1	Unsichere Inflationsraten und erwartete Zahlungsströme.....	238
6.2.2	Unsichere Inflation und Diskontierungszinsen	240
6.2.3	Unsichere Inflation und Barwertrechnung.....	242
6.3	Unsichere Inflation im Terminal Value	244
6.3.1	Der Terminal Value bei unsicheren Inflationsraten.....	244
6.3.2	Alternative Modellierung der Inflation	249
6.4	Terminal-Value-Berechnung der Deep Value AG bei unsicheren Inflations- erwartungen	251
6.5	Anhang	252
6.6	Literaturverzeichnis	258
	Gesamtliteraturverzeichnis	261
	Stichwortverzeichnis.....	271